

# 高圧経済目指す米金融政策の課題

## FOMCを悩ませるモノとヒトのボトルネック

調査部プリンシパル

小野亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ir.co.jp

- 米金融政策の枠組みには高圧経済の思想がビルトインされている。高圧経済によって、恵まれない労働者グループにも雇用機会を広げられるという期待がある
- モノのボトルネックは新しい枠組みに対する最初の試練である。インフレが一時的と判断できるまでの長い時間、FOMCは金融緩和解除の誘惑に勝てるのか、辛抱強さが試されている
- 高圧経済に程遠い状況でヒトのボトルネックも生じている。寛大な失業給付に加えて注目されるのがワクチン忌避者の存在である。彼らに対する米社会の受容度が雇用正常化の鍵をにぎる

### 1. 米金融政策と高圧経済

2020年8月に導入された新たな米金融政策の枠組みには、インフレの兆候が見られない限り雇用の最大化を追求するという点で高圧経済の思想が組み込まれている。

高圧経済 (high-pressure economy) とは、端的に言えば労働需給がひっ迫する強い経済環境を指し、その結果もたらされる社会的恩恵に関心が向けられる。高圧経済分析の嚆矢となったOkun (1973)<sup>1</sup>では、高圧経済の恩恵が3つ指摘されている。第1に、高圧経済は失業者を吸収するだけでなく、低圧経済下で失業を回避するために甘んじて受け入れたパートタイム労働からフルタイム労働への労働者の移動をもたらす。Okun (1973) はこうした不完全雇用の解消を、雇用の格上げと呼んだ。第2に、高圧経済は社会階層の上方へのモビリティ——Okun (1973) 曰く、梯子登りプロセス——を生む。「以前は貧しい仕事に就いていた男性がより良い仕事に移ることで、さらに低賃金の仕事に就いていた女性や若者に新たな道を開く」(Okun (1973)) ケースや、「通常であれば男性労働者を採用する産業において、女性や若者を追加採用する比重が高まる」(同) ケースなどである。第3に、一般には高圧経済では労働者のスキル格差と産業間賃金格差は広がると考えられているが<sup>2</sup>、実際のデータによれば高圧経済は格差を縮小させる。

女性や若者、黒人、非白人ヒスパニック系などの恵まれない労働者グループに対して高圧経済がもたらす雇用機会の拡大やモビリティの向上といった恩恵は、その後、1990年代やリーマンショック以後の米国経済でも確認されている。(Katz and Krueger (1999)<sup>3</sup>、Aronson et al. (2019)<sup>4</sup>)

高圧経済には、深刻なインフレを招くとの批判が絶えない。しかし1990年代もリーマンショック以後も、高圧経済は社会的恩恵をもたらすだけでインフレ率は低位に推移した。特にコロナ前の米国史上最長となった景気拡大期では、失業率がいわゆる自然失業率を下回っても、労働市場はインフレ圧力を生まなかった。FOMCが2%のインフレ目標を定めた2012年1月以降に焦点を当ててみると、ほとんど

どの期間を通じてコアインフレ率は目標である2%を下回り続けた。その一方、従来、景気拡大から取り残されることが多かった家庭やコミュニティに多くの恩恵や機会がもたらされたことが、米連邦準備制度理事会（FRB）と一般との対話イベントFed listens<sup>5</sup>を通じて明らかになった。

こうした知見をもとに2020年8月に導入された新たな金融政策の枠組みでは、FOMCに課せられた使命の1つである最大雇用水準について、「最大雇用水準とは、広範かつ包摂的目標である」と定められた。新たに付け加えられた広範かつ包摂的という概念が、恵まれない労働者グループへの配慮を指すことは言うまでもない。

さらにFOMCが雇用情勢を判断する際、従来は自然失業率を念頭に置き、実際の失業率と自然失業率との乖離度合いに注目してきたものから、新たな枠組みでは最大雇用水準に対する未充足度<sup>6</sup>に注目するよう変更された。FOMCは、自然失業率という考え方を捨て、望ましくないインフレの兆候が見られない限り雇用の最大化に努めることになった。

## 2. ボトルネックで試される新たな枠組みの頑健性

高圧経済の思想をビルトインした米金融政策にとって、コロナ禍と巨額財政支援がもたらした“モノのボトルネック”によるインフレ圧力の高まりは最初の試練となった。ボトルネックに伴うインフレ率の高まりが一時的に留まるのかどうか、物価指標によって実際に確認できるまでには時間を要する。その間、果たしてFOMCは金融緩和解除の誘惑に勝てるのか、忍耐強さが試されている。

新しい枠組み公表後の2020年9月、FOMCはゼロ金利政策の継続期間——フォワードガイダンス——について、「雇用情勢が最大雇用水準に到達し、インフレ率が2%に上昇し、かつしばらくの間緩やかに2%を上回る軌道に乗るまで」と定めた（2020/9/16）<sup>7</sup>。同年12月には、現行ペース<sup>8</sup>での資産購入の継続期間についても、「最大雇用と物価安定の目標に向けて大幅なさらなる進展がみられるまで」と定めた（2020/12/16）<sup>9</sup>。

表面的には、FOMCの政策目標に近づいているのは雇用よりも物価である。FOMCが公式に参照指標として定めている個人消費支出デフレーター（PCED）で測ったインフレ率は2021年3月時点で前年比+2.3%となり、2018年10月以来初めて2%を超えた。食品・エネルギーを除くコアインフレ率も同+1.8%まで回復した。4月以降しばらくの間、昨年のディスインフレの反動（ベース効果）によってインフレ率は上昇・高止まりする公算が大きい。

ベース効果だけならインフレ率は1年経てば落ち着くはずであるが、不確実性を増す要因となっているのが、旺盛な需要に供給が追いつかないボトルネック問題である。

需要面では、巨額の財政支援とEコマースの活用、歴史的に低金利と感染防止・リモートワーク需要に伴う持ち家ブーム等によって、耐久消費財や建材・内装品などの需要が急増している。先行きについても、伝統的インフラ投資を柱の1つとするバイデン政権の米国雇用プランが巨大な需要要因として控えている<sup>10</sup>。国際的にも、資源浪費型の中国経済の早期回復の影響や、気候変動対策・脱炭素への世界的な取組みの進展などを背景に、各種のコモディティ価格が急上昇している。

一方供給面では、コロナ禍によって国際物流網の正常化が遅れており、世界中でコンテナ不足が続いている。寡占化が進んできた半導体セクターでは自動車産業向けを中心に品不足が深刻化している。さらに米国では、石化産業の中心であるテキサス州が記録的寒波に見舞われたり、最近ではサイバー

攻撃を受けた石油パイプラインの一部が機能停止を余儀なくされたりするなど、非コロナ要因がボトルネック問題の見通しを一段と不透明なものにしている。

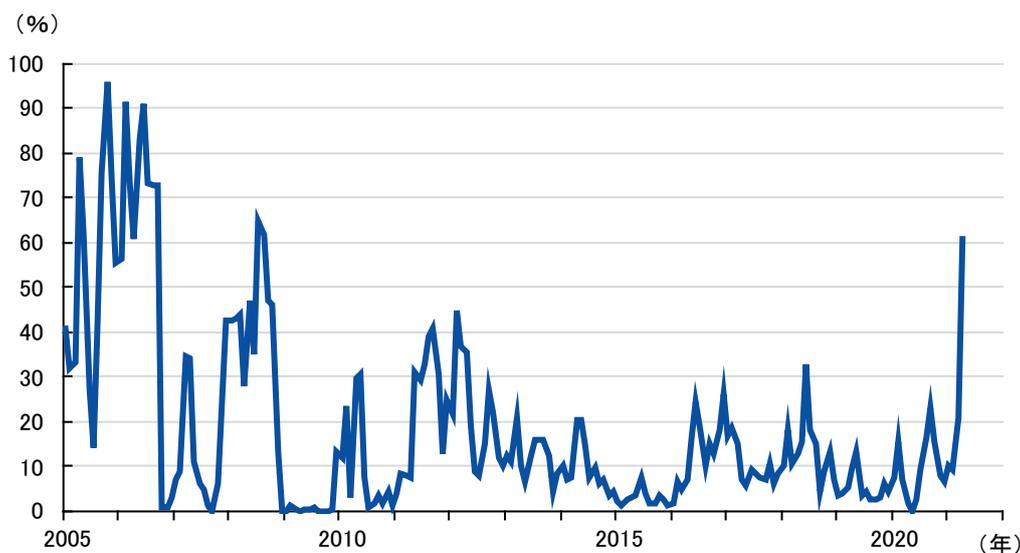
ボトルネック問題は、米国の生産者物価指数 (PPI) を大きく押し上げている。生産段階別にみると、原材料、中間財・部品、最終財に関する各PPIの上昇率は、2021年3月時点で前年比+42%、13%、6%といずれも急上昇している。こうした上流部門のインフレ圧力によって、個人消費支出デフレーター (PCED) 上昇率はどれだけ高まるのか。セントルイス連銀が104の経済指標を基に作成・公表している Price Pressure Measure (PPM) <sup>11</sup>によれば、「今後12カ月以内にPCED上昇率が前年比+2.5%を超える確率」は3月の21%から4月には61%に急上昇した (図表1)。2008年8月以来の高い確率である<sup>12</sup>。

またFRBが21の期待インフレ率関連指標を基に作成・公表している共通インフレ期待指数 (CIE) <sup>13</sup>によれば、2021年1~3月期のCIEは2.01%となり、2014年10~12月期以来の高さに回復した。

FOMCにとって、インフレ率の上振れは「現時点では様子見」というほかない。3月FOMCで公表されたFOMC参加者の経済見通し (Survey of Economic Projections, SEP) では、2021年10~12月期時点のインフレ率とコアインフレ率はそれぞれ+2.4%、+2.2%であった (PCEDベース、予測中央値)。パウエルFRB議長は、4月FOMC後の記者会見で「今年インフレ率が2%を一時的に超えることがあっても、それがフォワードガイダンスを満たすものにはならない」と述べている。また「4・5月のインフレ率はベースライン効果でヘッドラインが1%Pt、コアが0.7%Pt、押し上げられるだろうが、それは一時的」と述べると共に、「ボトルネックは本質的に一時的でありいずれ解消するものであるため、金融政策の変更を必要とはしない」とまで言い切っている。

米金融政策上、物価動向が意味のある情報を持つようになるのは、2021年後半から2022年にかけてである。3月SEPでは2022年10~12月期のインフレ率とコアインフレ率は共に+2%へ落ち着く見込みとなっている。こうした予想通りにインフレ率が落ち着いていくかどうか、見極めるには今は時期尚早

図表1 米国のインフレ圧力 : Price Pressure Measure



(注) 個人消費支出デフレーター上昇率が今後 12 カ月のうちに 2.5%超となる確率を表す  
(出所) セントルイス連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

であり、早くても半年程度待つ必要があるとみられる。クラリダFRB副議長はテレビ・インタビュー（4月9日）で「インフレ率の高まりが一時的ではないという判断はどうやって下すのか」と問われ、次のように答えている<sup>14</sup>。「最も単純な答えは、2021年末になってもインフレ率が年央の水準から下がらないことで、それが「一時的ではない」証拠の1つとなる。2022年になってもボトルネックが続いているようなら、政策判断の考慮に入れる必要がある。」

FOMCは、SEPに示された見通しに沿って経済が動いているのかどうか、実績を通じて判断していく方針を繰り返し強調している。予測に基づき予防的に動くことは理論的に望ましいとしても、実際にはインフレ目標未達に終わったという苦い経験があるためだ。FOMCは、インフレ圧力の高まりに注意を払いつつも、イエレン米財務長官の失言<sup>15</sup>を繰り返してはならない。加えて、今後予想されるSEP（6月、9月、12月）の上方修正に対しても、FOMCは冷静さを保つ必要がある。

### 3. 米労働市場のコロナ禍脱却を左右するワクチン忌避者への社会的受容度

雇用面では、高圧経済に程遠い状況で“ヒトのボトルネック”に直面する状況となっている。その要因として注目されるのは寛大な失業給付策とワクチン接種動向である。前者については延長策が打たれない限り遅くともレイバーデイ後にはなくなる。一方、ワクチン接種動向に関しては、ワクチン接種を拒む人々の存在が次第に重要性を増している。米国経済・社会がワクチン忌避者をどの程度受け入れられるのか、その受容度が、米労働市場のコロナ禍からの脱却の成否を左右する。

4月雇用統計（5月7日）は、非農業部門雇用者数が26.6万人の増加に留まり、100万人程度の増加を見込んでいた市場予想を裏切る結果となった。2月・3月分の実績も改訂され、併せて7.8万人の下方修正となった。

米国経済が直面している雇用問題の深刻さは、こうした単月の変化よりも水準にこそ表れている。4月の非農業部門雇用者数はコロナ前の2020年2月と比べて821.5万人減少している<sup>16</sup>。労働参加率は1.6%Pt、就業率は3.2%Pt低下している。コロナ禍が米国経済に開けた「穴は深い」（クラリダFRB副議長<sup>17</sup>）のである。特に2020年10月以降、雇用改善の足取りが鈍っている。例えば就業率でみた場合、2020年4月に51.3%まで落ち込んだ後、同年10月には57.4%（+6.1%Pt）まで回復した。しかし2021年4月の就業率は57.9%で半年間の上昇幅は0.5%Ptに留まっている。

雇用回復の阻害要因として指摘されている問題の1つは、寛大な失業給付である。週600ドルもの追加給付を定めたCARES法と比べれば半分にも縮小されているが、バイデン政権の米国救済プランによって、週300ドルの追加給付が9月6日のレイバーデイまで継続されることになった。

米国では、ワクチン接種の普及が進んだ結果、7月4日の独立記念日から9月6日のレイバーデイまでの夏休みシーズンには、これまで抑制されてきた余暇、宿泊、外食などのサービス関連のペントアップ需要が顕在化する公算が大きい。しかし、こうしたサービスは低賃金労働者によって供給されており、賃金水準が低い彼らほど、寛大な追加給付を受給した方が働くよりも高い収入を得やすく、求人に応じにくい。企業側が賃金水準を引き上げない限り、今夏は人手不足が生じやすく、その分だけ雇用回復が遅れることになる。

5月に入り、モンタナ州知事（共和党）とサウスカロライナ州知事（同）は、コロナ関連の拡充された失業給付制度を停止すると発表した（モンタナ州は5月4日発表、6月27日停止。サウスカロライナ州

は5月6日発表、6月30日停止)<sup>18</sup>。共和党は元来、失業給付拡充策に反対の立場であるため、両知事の判断は党派的と言えなくもないが、米商工会議所も、4月雇用統計の結果を受けて週300ドルの追加給付を停止するよう声明を発表した(5月7日)。いずれも追加給付の停止によって人手不足を解消することが狙いである。米商工会議所によれば追加給付受給者の4人に1人が、また米シンクタンクAmerican Action Forum<sup>19</sup>によれば全労働者の37%が、実際に働く場合よりも多くの収入を得ていると指摘している。共和党知事を擁する他の25州を中心に上記2州に追随する動きが広がったり、より高い賃金を提示する企業が増えたりすれば、レイバーデイを待たずに雇用回復の障害が取り除かれることになる。

米国でワクチン接種が広がるにつれて、問題視されるようになってきているのがワクチン忌避者の存在である。ワクチン接種者が増えるほど、企業は感染防止の余計なコストをかけずに事業活動を行えるようになるが、ワクチン忌避の労働者が残存する限り、安全な雇用環境を他の労働者に提供したり、安全な顧客サービスを提供したりするためのコスト負担が続くことになる。広くワクチン接種が進んだ米国社会がこうしたワクチン忌避者をどれだけ受け入れられるのか、受容度次第で、労働市場がコロナ禍から完全に脱却できるのか、それとも長期的な後遺症が残ってしまうのかが決まるといっても過言ではなからう。

米国商務省センサス局が公表しているデータを再集計してみると、3月下旬時点で就労していない18歳以上の人の数は1.02億人おり、そのうちワクチン未接種者は約5,100万人と半数にのぼり<sup>20</sup>、727万人は、ワクチン未接種の理由として「ワクチン接種の副作用を懸念している」と答えている。「コロナ禍が原因で就労できない」<sup>21</sup>と回答した人に絞った場合でも、「ワクチン接種の副作用を懸念している」人の数は445万人で、これはコロナ前と直近を比べた雇用水準のギャップの半分相当である(図表2)。

ワクチン忌避者の中には、農業やサービス産業を支える不法移民労働者も多く含まれるとみられる。米国土安全保障省は「移民ステータスを問わず、すべての米国居住者に対してコロナ・ワクチンへのイコールアクセスを保証する」という声明文を2月1日に発表している。不法移民を念頭に、米国土安全保障省は、地域ごとのワクチン配布ガイドラインに準じて接種可能となり次第、ワクチン接種を受けよう促している。米国内には1,000万人を超える不法移民が暮らしていると言われている。働き手としての彼らがワクチン接種を受けられるのかどうかもまた、雇用正常化の重要な鍵を握っている。

図表2 ワクチン忌避動向

② 就労状況とワクチン接種状況

(単位:百万人)

|          | 過去7日間の就労状態 |        |     |
|----------|------------|--------|-----|
|          | 働いた        | 働いていない | 計   |
| ワクチン接種済み | 65         | 51     | 116 |
| ワクチン未接種  | 80         | 51     | 131 |
| 計        | 145        | 102    | 247 |

② 「コロナ禍の影響で働いていない」人のワクチン未接種の理由

(単位:千人)

|                  | 非就労者<br>全体 | コロナ禍<br>の影響で<br>就労して<br>いない |
|------------------|------------|-----------------------------|
| 副作用を懸念している       | 7,265      | 4,451                       |
| ワクチンが効くのか分からない   | 2,878      | 1,630                       |
| ワクチンが嫌いだ         | 1,683      | 859                         |
| 医者が勧めない          | 856        | 526                         |
| 安全かどうか様子見したい     | 7,064      | 4,281                       |
| 他の人がワクチンを必要としている | 3,398      | 2,057                       |
| コストが心配だ          | 1,013      | 520                         |
| コロナワクチンを信用していない  | 3,434      | 1,946                       |
| 政府を信用していない       | 2,993      | 1,769                       |
| ワクチンが必要だとは思わない   | 2,232      | 1,218                       |

(注) Household Pulse Survey の個票データ (調査週: 3/17-29) から筆者が再集計  
(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

---

<sup>1</sup> Okun, Arthur M. (1973) “Upward Mobility in a High-Pressure Economy,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1973, 207-52

<sup>2</sup> Okun(1973)はこうした見方を「ナイーブ」と指摘している。

<sup>3</sup> Katz, Lawrence F. and Alan B. Krueger (1999) “The High-Pressure U.S. Labor Market of the 1990s,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1999, 1-88

<sup>4</sup> Aronson, Stephanie R., Mary C. Daly, and William Wascher, and David W. Wilcox (2019) “Okun Revisited: Who Benefits Most From Strong Economy?” *BPEA Conference Draft*, Spring

<sup>5</sup> Fed Listens は米金融政策の枠組み見直しの柱をなすもので、2019年を通じて計14回行われた。

<sup>6</sup> “shortfalls of employment from its maximum level”

<sup>7</sup> “The Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and expects it will be appropriate to maintain this target range until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee’s assessments of maximum employment and inflation has risen to 2 percent and is on track to moderately exceed 2 percent for some time.”

<sup>8</sup> 1か月あたり、米国債は最低800億ドル、エージェンシーMBSは最低400億ドル。

<sup>9</sup> “In addition, the Federal Reserve will continue to increase its holdings of Treasury securities by at least \$80 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$40 billion per month until substantial further progress has been made toward the Committee’s maximum employment and price stability goals.”

<sup>10</sup> バイデン政権の財政政策については田村優衣(2021)「バイデン政権の財政政策～発足後100日間の成果と今後の課題～」『みずほインサイト』(2021年4月30日)を参照。

<sup>11</sup> Jackson, Laura E., Kevin L. Kliesen, and Michael T. Owyang (2015) “A Measure of Price Pressures,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, First Quarter 2015, 97(1), pp. 25-52

<sup>12</sup> 2008年当時の資源高に関連して、笛木・川本(2009)は同年前半の原油価格上昇について「サブプライム問題により証券化市場や株式市場が低調となる中で、大量の投機資金が、力強い新興国景気との関連付けから原油先物市場に流れ込んだこと、などが影響している可能性がある」と指摘している。笛木琢治・川本卓司(2009)「近年の原油価格の変動要因について—構造VARによる試算—」『日銀レビュー』(2020年5月)

<sup>13</sup> Ahn, Hie Joo, and Chad Fulton (2020) “Index of Common Inflation Expectations,” *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, September 02, 2020

<sup>14</sup> Bloomberg Surveillance, April 9, 2021.

<sup>15</sup> 2021年5月4日の米Atlantic誌主催のイベント向けに事前収録された発言の一部。イエレン米財務長官は、バイデン政権の財政政策について「追加支出は経済規模に比べれば小さいとはいえ、景気の過熱を防ぐには、金利をいくらか引き上げる必要が出てくるかもしれない」と発言、金融市場の動揺を招いた。同日、イエレン米財務長官はWSJ主催のイベントで「金融政策を予測したり推奨したりしているわけではない」と弁明に追われた。

<sup>16</sup> 家計調査の就業者数でみた場合、2021年4月の実績は2020年2月対比で755.6万人少ない。

<sup>17</sup> CNBC Closing Bell, May 5, 2021.

<sup>18</sup> 州知事には連邦政府によるコロナ関連の失業給付制度からオプトアウトする権限が与えられている。

<sup>19</sup> Solo, Isabel (2021) “Revisiting Federal Pandemic Unemployment Compensation Under the Biden Administration” *Research*, American Action Forum, February 8, 2021

<sup>20</sup> 個票データ (Public Use File) を基に筆者が集計。

<sup>21</sup> 「コロナによって雇い主がビジネスを縮小した」「コロナによってレイオフされた」「雇い主がコロナによって一時的に事業を止めた」「コロナによって雇い主の事業が破綻した」の4ケース。彼らはコロナの影響がなければ働いていたとみられ、就労可能性と就労意欲の面から「非労働力人口」ではなく「労働力人口」に属する可能性が高い人々である。

---

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。